

332.6

Am1

2 c1

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP INITIAL RETURN SAHAM
PADA PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

**Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Akuntansi
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



Diajukan oleh :

Nama : Muhammad Amin

NIM : C4C099209

Kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2001**

UPT-PUSTAK-UNDIP

Tesis Berjudul

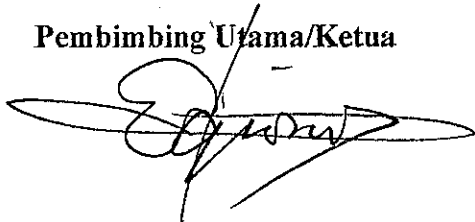
**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP INITIAL RETURN SAHAM
PADA PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA**

yang dipersiapkan dan disusun oleh

Muhammad Amin

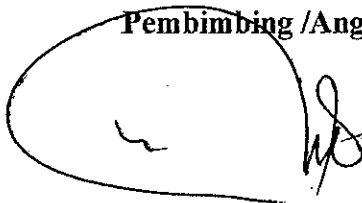
Telah dipertahankan di depan dewan penguji pada tanggal 1 Agustus 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/Ketua



Drs. Sugiono, MSIE

Pembimbing /Anggota



Drs. M. Syafrudin, MSi, Akt.

Semarang, 1 Agustus 2001

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Program Studi Magister Akuntansi

Ketua Program




Drs. Muhammad Nasir, MSi

ANALYSIS OF INFLUENCING FACTORS ON INITIAL RETURN OF STOCKS AT PRIMARY MARKET IN JAKARTA STOCK EXCHANGE

ABSTRACT

Capital investment in primary market is for initial return, i.e. the difference between the closing price on the first day at the secondary market from the initial price. This research is aimed at testing correlation among several factors, such as reputation of auditors and underwriters, age of the firm, company size, percentage of offered stocks, profitability of the firm (ROA) and financial leverage with initial return.

In this research, the hypothesis states that reputation of auditors and underwriters, age of the firm, company size, profitability of the firm (ROA) are negatively associated with initial return, while percentage of offered stocks and financial leverage are positively associated with initial return.

*Based on 187 firms listing in the Jakarta Stock Exchange (JSX) during the period of 1990-2000 as a sample and selected by purposive sampling with criteria as underpriced stocks, using multiple regression analysis, shows that **firstly**, Reputation of auditors is positively significant correlated with initial return, but parametre coefficient different from the hypothesized. **Secondly**, Reputation of underwriters is negatively associated significant with initial return. **Thirdly**, Profitability of the firm (ROA) is negatively associated with initial return. **Finally**, this research presents no result of significant correlation among age of the firm, company size, percentage of offered stocks, and financial leverage with initial return.*

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH
TERHADAP INITIAL RETURN SAHAM
PADA PENAWARAN PERDANA DI BURSA EFEK JAKARTA**

ABSTRAK

Investor dalam menanamkan dananya di pasar perdana bertujuan untuk memperoleh initial return, yaitu merupakan selisih lebih antara harga penutupan saham (closing price) pada hari pertama di pasar sekunder dengan harga perdananya. Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara beberapa faktor, seperti reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, profitabilitas perusahaan (ROA) dan financial leverage dengan initial return.

Hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan profitabilitas perusahaan (ROA) berasosiasi secara negatif dengan initial return, sedangkan prosentase saham yang ditawarkan dan financial leverage berasosiasi secara positif dengan initial return.

Berdasarkan pada 187 perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Jakarta selama kurun waktu 1990-2000 sebagai sampel yang diseleksi dengan purposive sampling dengan kriteria saham yang underpriced, dengan menggunakan alat analisis multiple regression hasilnya menunjukkan bahwa : **pertama**, reputasi auditor berhubungan positif signifikan dengan initial return, tetapi koefisien parameternya berbeda dengan yang dihipotesakan. **Kedua**, reputasi underwriter berasosiasi secara negatif signifikan dengan initial return. **Ketiga**, profitabilitas perusahaan (ROA) berhubungan secara negatif signifikan dengan initial return. **Terakhir**, penelitian ini tidak berhasil menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, dan financial leverage dengan initial return.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan kehadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan Rakhmat dan Hidayah-Nya, sehingga selesailah tugas penyusunan tesis dengan judul “Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Initial Return Saham pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta” dengan lancar dan sukses.

Adapun dasar penyusunan tesis ini adalah untuk memenuhi sebagian syarat guna memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi pada Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Banyak pihak yang telah membantu dalam penyelesaian tesis ini, untuk itu kami sampaikan penghargaan dan ucapan terima kasih kepada :

1. Rektor Universitas Diponegoro, yang telah memberikan izin dalam menempuh studi pada Program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.
2. Drs. Sugiono, MSIE, sebagai pembimbing utama dalam penyusunan tesis ini. Banyak hal yang telah kami peroleh dari beliau tidak hanya menyangkut bidang akademis saja. Keteduhan beliau telah menumbuhkan semangat menyelesaikan tesis ini.
3. Bapak Drs. M.Syafrudin, MSi. Akt. Sebagai pembimbing anggota, yang telah memberikan banyak inspirasi dan motivasi sehingga memperlancar terselesaikannya tesis ini.

3. Segenap pimpinan Direktorat Jenderal Pajak, yang telah memberikan ijin belajar kepada kami untuk menempuh studi lanjut pada Program Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
4. Segenap Pimpinan dan Staf PT Bursa Efek Jakarta, yang telah banyak membantu kami dalam menyiapkan dan memberikan data-data yang kami perlukan untuk penyusunan tesis ini.
5. Segenap pimpinan dan Staf Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Semarang, yang telah membantu dalam memperoleh data-data yang kami perlukan pada saat pra-survey dilakukan.
6. Pengelola Pojok BEJ Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, yang telah membantu dalam memperoleh data-data yang kami butuhkan pada saat pra-survey dilakukan.
7. Segenap pimpinan, dosen dan staf administrasi program studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang, dan semua pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu per satu, yang telah membantu baik moral maupun material demi tersusunnya tesis ini.

Kami menyadari , bahwa tesis ini masih banyak kekurangannya, oleh karena itu kritik yang bersifat membangun sangat kami harapkan, demi perbaikan dan kemajuan kami dalam penulisan karya ilmiah di masa yang akan datang.

Semarang, Juli 2001

Penyusun

Muhammad Amin

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
ABSTRACT	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR.....	v
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR LAMPIRAN	x
 BAB I PENDAHULUAN	
1. Latar Belakang Masalah.....	1
2. Perumusan Masalah.....	8
3. Tujuan Penelitian.....	9
4. Manfaat Penelitian.....	10
 BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
1. Telaah Pustaka.....	11
2. Penelitian Terdahulu.....	13
3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	23
4. Perumusan Hipotesis	28

BAB III	METODE PENELITIAN	
1.	Jenis dan Sumber Data	34
2.	Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	34
3.	Metode Pengumpulan Data	35
4.	Definisi Operasional Variabel	36
5.	Teknik Analisis	41
BAB IV	PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	
1.	Gambaran Umum dan Profil Responden	45
2.	Uji Hipotesis	47
3.	Analisis Hasil Pengujian Statistik	50
4.	Implikasi Hasil Penelitian	58
BAB V	KESIMPULAN DAN SARAN	
1.	Kesimpulan	59
2.	Keterbatasan	60
3.	Saran untuk penelitian selanjutnya	61
	DAFTAR PUSTAKA	63
	LAMPIRAN-LAMPIRAN	66
	DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENYUSUN	91

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1 Daftar Penelitian empiris	19
Tabel 2 Distribusi Sampel Penelitian	36
Tabel 3 Daftar Perusahaan yang melakukan IPO tahun 1990-2000 (Berdasarkan Sektor/bidang usaha)	46
Tabel 4 Hasil Uji Statistik Deskriptif	47
Tabel 5 One Sample Kolmogorov-Smirnov Test	49
Tabel 6 One Sample Kolmogorov-Smirnov Test (transform data)	50
Tabel 7 Hasil Analisis Data	51
Tabel 8 Model Summary	56
Tabel 9 Hasil Uji Multikolinieritas	57
Tabel 10 Spearman's rho correlations	57

DAFTAR LAMPIRAN

- LAMPIRAN A : Data Perusahaan yang IPO tahun 1990-2000 yang mengalami underpriced (data mentah)
- LAMPIRAN B : Data Perusahaan yang IPO tahun 1990-2000 yang mengalami underpriced (data diolah)
- LAMPIRAN C : Data Perusahaan yang IPO tahun 1990-2000 yang mengalami underpriced (data diolah)
- LAMPIRAN D : Data Perusahaan yang IPO tahun 1990-2000 yang mengalami underpriced (data diolah - hasil transform data)
- LAMPIRAN E : Hasil pengolahan data
- Descriptive Statistic
 - Pearson Correlations
 - Model Summary
 - ANOVA
 - Coefficients
 - Coefficient Correlations
 - Covarians
 - Collinearity Diagnostic
 - Residual Statistic
 - One-Sample Kolmogorov Smirnov Test
 - Spearman's rho Correlations

BAB I

PENDAHULUAN

1. Latar Belakang Masalah

Initial Publik Offering (IPO) merupakan salah satu usaha yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh modal. Pada saat IPO perusahaan harus membuat suatu prospektus yang merupakan ketentuan yang ditetapkan oleh BAPEPAM. Informasi prospektus terdiri dari informasi akuntansi dan informasi non akuntansi. Informasi akuntansi adalah laporan keuangan yang terdiri dari Neraca, Laporan Perhitungan Laba Rugi, Laporan Arus Kas, dan penjelasan laporan keuangan. Informasi non akuntansi adalah informasi selain laporan keuangan seperti auditor independen, penjamin emisi (underwriter), konsultan hukum, umur perusahaan, bidang usaha perusahaan, proporsi kepemilikan saham, dan informasi-informasi lainnya yang relevan. Informasi yang diungkapkan dalam prospektus akan membantu investor dalam membuat keputusan yang rasional mengenai resiko dari saham yang ditawarkan perusahaan emiten. Informasi dalam prospektus dapat memberikan gambaran keadaan perusahaan dan ramalan laba yang menjadi dasar para investor dalam pembuatan keputusan investasi (Firth Michael; Smith Andrew 1992). Informasi yang diungkap dalam prospektus merupakan suatu fenomena yang menarik bagi para peneliti keuangan baik di luar negeri maupun di

dalam negeri, untuk meneliti secara empiris perilaku para investor dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.

Investor dalam menanamkan dananya di pasar perdana bertujuan untuk memperoleh initial return yang diperoleh dari selisih lebih antara harga di pasar sekunder dengan harga perdananya. Adanya initial return ini mengindikasikan bahwa terjadi underpricing saham di pasar perdana ketika masuk ke pasar sekunder. Penawaran saham pertama kali di pasar modal merupakan suatu masalah yang menarik beberapa peneliti, hal ini karena umumnya harga saham pada waktu penawaran perdana dinilai terlalu rendah (underpriced). Harga perdana yang underpriced memberikan initial return rata-rata yang positif bagi investor segera setelah saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa.

Underpriced terjadi karena perusahaan dinilai terlalu rendah dari kondisi yang sesungguhnya oleh underwriter dalam rangka untuk mengurangi tingkat resiko yang harus dihadapi karena fungsi penjaminannya (Nurhidayati, 1998). Underwriter sebagai pihak yang lebih sering berhubungan dengan pasar modal mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai pasar modal bila dibandingkan dengan calon emiten. Adanya asimetri informasi inilah maka harga saham pada penawaran perdana lebih rendah dari pada harga saham di pasar sekunder. Jadi, underwriter menggunakan ketidaktahuan emiten mengenai pasar modal untuk mengurangi resiko yang harus ditanggungnya apabila saham yang dijamin di pasar perdana tidak laku, maka underwriter harus membeli sisa saham

tersebut sebesar harga penawaran dikalikan dengan sisa saham yang tidak laku dijual. Di lain pihak para emiten menginginkan agar dapat meminimalisir underpricing, karena terjadinya underpricing akan menyebabkan transfer kemakmuran dari pemilik (emiten) kepada para investor (Beatty, 1989).

Studi sebelumnya mengenai IPO (Balvers et al. 1988) memfokuskan pada initial return yang didefinisikan sebagai return positif yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum (offering price) dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama listing di pasar sekunder (closing price).

Masalah initial return menarik perhatian beberapa peneliti, karena fenomena sebagian besar pasar dunia mengalami underpricing. Beberapa penelitian menunjukkan hal ini, antara lain di New York Stock Exchange (Miller dan Reilly, 1987), di Nasdaq Stock Exchange (Beatty, 1989; Maumer and Senbet, 1992), di OTC Daily Stock Price Record (Balvers et al. 1988; Johnson and Miller, 1988), di Securities and Exchange Commission (Menon and William, 1991), di United Kingdom (Herbert, 1981; Holland & Horton, 1993; Clive S.Lennox, 1999), di Canada (Clarkson & Simunic, 1994), di Australia (Philip et al. 1995), di Singapore Stock Exchange (Firth & Liao Tan, 1998), di Korea Stock Exchange (Kim et al. 1993), di Hongkong (Guinness, 1992), di New Zealand Stock Exchange (Firth et al. 1987), di Brasil (Aggarwal R. et al. 1993).

Beberapa peneliti menjelaskan mengapa harga saham pada penawaran perdana lebih rendah (underpriced) dari pada harga pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder?. Peran dari Penjamin Emisi (Underwriter) dan Auditor dalam mengurangi tingkat ketidakpastian tersebut telah diungkapkan oleh Balvers et al. (1988), Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), dan Kim et al. (1993). Fenomena underpricing juga terjadi pada pasar modal di Indonesia, berdasarkan hasil pra survey pada Pusat Informasi Pasar Modal, diketahui bahwa pada satu dasawarsa terakhir (1990 – 2000) hampir 75% dari jumlah perusahaan yang listing di Bursa Efek Jakarta mengalami underpricing.

Studi yang dilakukan Hwang (1990) dalam Trisnawati (1998) menunjukkan bahwa underpriced adalah suatu fenomena ekuilibrium yang memberikan suatu sinyal bahwa perusahaan menjanjikan keuntungan bagi investor. Underpricing yang terjadi diberbagai pasar modal disebabkan adanya informasi asimetri (Baron, 1982; Rock, 1986. Peneliti lain menghubungkannya dengan reputasi auditor (Beatty, 1989; Menon dan William, 1991). Reputasi penjamin emisi juga dikaitkan dengan fenomena underpricing (Balvers et al. 1988; Reily, 1987; Beatty, 1989; Chishty et al. 1996). Kim et al. (1993) mencoba menjelaskan fenomena underpricing di pasar modal Korea dengan memasukkan variabel keuangan ROA dan financial leverage kedalam model.

Studi Balvers et al. (1988), dan Beatty (1989), menjelaskan bahwa terdapat hubungan antara auditor yang bereputasi dengan tingkat

underpricing. Studi lainnya dilakukan oleh Johnson dan Miller (1988), Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Kim et al. (1993), Carter et al. (1998), dan Chishty et al. (1996) menyatakan bahwa terdapat korelasi antara underwriter yang bereputasi dengan tingkat underpricing. Selanjutnya Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), dan Maumer & Senbet (1992) juga mengungkapkan bahwa terdapat korelasi antara umur perusahaan dengan initial return.

Hasil penelitian Carter dan Manaster (1990), Maumer dan Senbet (1992), dan Kim et al. (1993) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berasosiasi dengan initial return. Sementara itu hasil studi Beatty (1989), Grinblat dan Hwang dalam Kim et al. (1993) menunjukkan bahwa prosentase saham yang ditawarkan berpengaruh terhadap initial return. Kim et al. (1993) menguji variabel keuangan ROA dan financial leverage, hasilnya menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut berkorelasi dengan initial abnormal return. Di Indonesia penelitian serupa antara lain dilakukan oleh Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000). Hasil temuan Trisnawati menyatakan bahwa terdapat hubungan antara umur perusahaan dengan initial return. Sedangkan Daljono mengungkapkan bahwa terdapat asosiasi antara underwriter dan financial leverage dengan initial return.

Beberapa penelitian di atas menunjukkan bahwa initial return menarik perhatian beberapa peneliti, Penelitian ini relevan dilakukan, mengingat fenomena sebagian besar pasar dunia mengalami underpricing.

Oleh karena itu masalah tersebut merupakan salah satu topik yang menarik dalam penelitian-penelitian bidang akuntansi keuangan. Disamping itu penelitian-penelitian sebelumnya juga belum menunjukkan hasil yang konsisten dan maksimal.

Berdasarkan kajian atas fenomena yang terjadi dari beberapa hasil penelitian terdahulu, ada beberapa faktor yang diduga menyebabkan atau mempengaruhi terjadinya underpricing/initial return. Faktor-faktor tersebut antara lain yaitu reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan (ROA), dan financial leverage.

Penelitian ini pada dasarnya adalah replikasi penelitian-penelitian terdahulu, antara lain Johnson dan Miller (1988); Beatty (1989); Carter dan Manaster (1990); dan Kim et al. (1993). Replikasi penelitian ini dilakukan dengan alasan untuk menguji kembali apakah dengan menggunakan teori yang sama, tetapi dengan lokasi, sampel, tahun, dan pengukuran yang berbeda akan memberikan hasil yang sama dengan penelitian terdahulu. Disamping itu penelitian ini juga untuk memperluas dan menyempurnakan penelitian-penelitian sebelumnya, khususnya penelitian Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000), yaitu :

Pertama, pengujian terhadap variabel reputasi auditor, tidak ada satu pun dari mereka yang signifikan, hal ini kemungkinan disebabkan karena periode pengamatan yang relatif pendek dan jumlah sampel yang kecil, Trisnawati dan Nurhidayati menggunakan periode pengamatan

masing-masing selama dua tahun dengan jumlah sampel sebanyak 47 dan 34. Dalam penelitian ini periode pengamatan yang digunakan cukup lama yaitu 10 tahun lebih (1990-2000). Dengan periode pengamatan yang cukup lama tersebut diharapkan hasilnya akan lebih baik dibanding penelitian-penelitian sebelumnya.

Kedua, dalam hal pemeringkatan reputasi underwriter, mereka menggunakan skala pengukuran dua kategori (1-0). Skala 1 untuk underwriter yang prestisius dan skala 0 untuk underwriter yang kurang prestisius. Hasil analisisnya, untuk Trisnawati dan Nurhidayati menunjukkan tidak signifikan, sedangkan untuk Daljono signifikan tetapi koefisiennya positif (bertentangan dengan hipotesis yang diajukan). Pemeringkatan underwriter menjadi dua kategori dipandang kurang tepat, karena nilai data yang paling tinggi atau yang paling rendah dianggap sama dengan nilai rata-rata data. Dalam penelitian ini pemeringkatan reputasi underwriter digolongkan ke dalam beberapa kategori (skala) pengukuran menurut proksi Johnson-Miller (3-0). Skala 3 untuk underwriter yang prestisius, skala 2 cukup prestisius, skala 1 kurang prestisius, dan skala 0 tidak prestisius. Dengan skala pengukuran ini diharapkan hasilnya akan lebih baik dibanding penelitian-penelitian sebelumnya.

Ketiga, dalam hal pengukuran variabel besaran (ukuran) perusahaan, Nurhidayati menggunakan total aktiva tahun terakhir sebelum perusahaan listing, sedangkan dalam pengukuran variabel ROA Trisnawati dan Daljono juga menggunakan data ROA tahun terakhir sebelum

perusahaan listing, hasilnya menunjukkan tidak ada yang signifikan. Cara pengukuran tersebut dipandang kurang valid dan representative apabila data yang diambil hanya data tahun terakhir sebelum perusahaan listing. Dalam pengukuran terhadap besaran (ukuran) perusahaan dan ROA penelitian ini menggunakan data dua tahun sebelum perusahaan listing. Dengan pengukuran ini diharapkan hasilnya akan lebih baik dibanding dengan penelitian-penelitian sebelumnya.

Bertitik tolak dari alasan-alasan tersebut di atas, yaitu untuk menguji kembali konsistensi penelitian-penelitian terdahulu, dan atas temuan beberapa kelemahan penelitian sebelumnya, hal ini yang menjadi alasan dan motivasi serta latar belakang dipilihnya topik penelitian ini, dan mencoba untuk dilakukan pengujian kembali terhadap beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap Initial return saham pada penawaran perdana.

2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian sebelumnya, penelitian ini bermaksud menguji beberapa faktor (variabel) yang diduga berpengaruh terhadap initial return saham pada penawaran perdana. Masalah yang diteliti, selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

- 2.1. Apakah variabel Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Prosentase Saham yang ditawarkan saat IPO, Profitabilitas Perusahaan (ROA), dan Financial Leverage berpengaruh terhadap Initial Return saham pada penawaran perdana ?

- 2.2. Bagaimana kekuatan pengaruh dari variabel-variabel tersebut di atas baik secara parsial maupun secara serempak (simultan) terhadap Initial return saham ?.

3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah, penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut :

- 3.1. Menemukan bukti empiris mengenai pengaruh variabel Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Prosentase Saham yang ditawarkan saat IPO, Profitabilitas Perusahaan (ROA), dan Financial Leverage terhadap Initial Return saham pada penawaran perdana, sekaligus untuk memperkuat penelitian sebelumnya.
- 3.2. Untuk mengevaluasi mana pengaruh yang lebih kuat antara pengukuran reputasi underwriter menurut Johnson dan Miller (1988) dengan pengukuran reputasi underwriter yang dilakukan oleh Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000) dan sekaligus untuk mengevaluasi konsistensi penelitian-penelitian sebelumnya dalam konteks underpricing atau initial return.
- 3.3. Untuk pengembangan model penelitian khususnya dalam bidang akuntansi keuangan, melalui pembuktian secara empiris berkenaan dengan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap initial return saham pada penawaran perdana.

4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

- 4.1. Memberikan kontribusi pada pengembangan teori akuntansi positif melalui pengujian secara empiris tentang arti pentingnya output dan informasi akuntansi di pasar.
- 4.2. Temuan penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi praktis bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam menanamkan dananya di pasar modal.
- 4.3. Bagi yang berkepentingan terhadap pasar modal, misalnya Bapepam, PT BEJ, Calon Emiten, dan profesi terkait, penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan dalam meningkatkan perannya untuk memenuhi kebutuhan pihak pemakai informasi.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

1. Telaah Pustaka

Penawaran saham pertama kali di pasar modal merupakan suatu masalah yang menarik beberapa peneliti, hal ini karena umumnya harga saham pada waktu penawaran perdana dinilai terlalu rendah (underpriced). Harga perdana yang underpriced memberikan initial return rata-rata yang positif bagi investor segera setelah saham tersebut mulai diperdagangkan di bursa. Initial return didefinisikan sebagai return positif yang diterima investor di pasar perdana yang diperoleh dari selisih antara harga surat berharga pada saat penawaran umum dengan harga surat berharga saat penutupan hari pertama listing di pasar sekunder (Balvers et al. 1988)

Suatu penjelasan mengenai fenomena underpricing adalah adanya informasi asimetri. Informasi asimetri dapat terjadi antara perusahaan emiten dengan underwriter (Model Baron), atau antara investor informed dan investor uninformed (Model Rock). Pada Model Baron (1982) dijelaskan bahwa underwriter dianggap memiliki informasi yang lebih banyak mengenai permintaan saham-saham emiten daripada perusahaan emiten. underwriter akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten yaitu dengan memperkecil resiko keharusan membeli saham yang tidak laku dijual. Karena emiten kurang memiliki informasi maka emiten harus menerima harga yang murah

bagi penawaran sahamnya. Model ini mengimplikasikan bahwa lebih besar ketidakpastian perusahaan emiten mengenai kewajaran harga sahamnya, lebih besar permintaan terhadap jasa underwriter dalam penetapan harga. Kompensasi atas informasi yang diberikan underwriter adalah dengan mengizinkan underwriter menawarkan harga perdana sahamnya dibawah harga equilibrium.

Model Rock (1986) menyatakan bahwa informasi asimetri terdapat pada kelompok informed investor dan uninformed investor. Informed investor mengetahui informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan emiten, mereka akan membeli saham-saham IPO jika after market price yang diharapkan melebihi harga perdana, atau dengan kata lain kelompok ini hanya membeli saham IPO yang underpriced saja. Sementara kelompok uninformed karena kurang memiliki informasi mengenai perusahaan emiten, mereka melakukan penawaran secara sembarangan baik pada saham-saham IPO yang underpriced maupun overpriced. Akibatnya kelompok uninformed memperoleh proporsi yang lebih besar dalam saham IPO yang overpriced daripada kelompok informed investor. Menyadari bahwa mereka menerima saham-saham IPO yang tidak proporsional, kelompok uninformed akan meninggalkan pasar perdana. Agar kelompok ini berpartisipasi pada pasar perdana dan memungkinkan mereka memperoleh return saham yang wajar serta dapat menutup kerugian yang diderita dari pembelian saham yang overpriced maka saham-saham IPO harus cukup underpriced.

2. Penelitian Terdahulu

Penelitian Balvers R.J, Donald B. MC. dan Miller R. (1988) dengan sampel sebanyak 1182 yang melakukan IPO tahun 1981-1985, menemukan bahwa underwriter dan auditor yang bereputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) terhadap underpricing. Hasil temuan lainnya adalah bahwa variabel Beta (systematic risk), RSKPRE (risk premium), dan IPOIDX (Initial public offering index) berpengaruh signifikan (positif) terhadap underpricing. Hasil penelitian Johnson dan Miller (1988), dengan jumlah sampel sebanyak 1462 yang IPO tahun 1981-1983, juga menemukan bahwa underwriter yang prestisius berasosiasi secara signifikan (negatif) dengan tingkat underpricing dan total underwriter cost.

Studi yang dilakukan oleh Beatty (1989) dengan mengambil sampel di Amerika (NASDAQ) yang melakukan IPO tahun 1975-1984 dengan jumlah sampel sebanyak 2215, mencoba menguji pengaruh reputasi auditor dengan tingkat initial return dengan menggunakan control variabel penjamin emisi, prosentase saham yang ditawarkan, umur perusahaan, tipe penjamin emisi, dan indikator perusahaan minyak dan gas yang disebutnya sebagai ex-ante uncertainty. Dengan menggunakan multiple regression hasil analisisnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan (negatif) antara reputasi auditor, reputasi underwriter, tipe kontrak underwriter, dan umur perusahaan dengan initial return. Selain itu dinyatakan juga bahwa terdapat hubungan positif yang signifikan antara prosentase penawaran saham dan indikator perusahaan minyak dan gas terhadap initial return.

Studi lainnya dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990), dengan menggunakan sampel sebanyak 501 perusahaan yang IPO dalam kurun waktu Januari 1979 sampai dengan Agustus 1983, hasil analisisnya menunjukkan bahwa reputasi penjamin emisi, Insiders shares, offering size (log-offersize) dan umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) terhadap initial return.

Sementara itu Carter R.B dan Dark F.H (1992) dengan jumlah sampel sebanyak 1267, mencoba membandingkan pengukuran reputasi underwriter versi Carter dan Manaster (CM), (1990); versi Johnson dan Miller (JM), (1988); dan Modified Carter Manaster (MCM). Hasil analisisnya menunjukkan bahwa reputasi underwriter (CM dan MCM), insiders shares, dan umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan standard deviasi of after market return. Reputasi underwriter (CM) juga berpengaruh signifikan (negatif) terhadap underpricing, sedangkan standar deviasi return setelah IPO (CM dan MCM) berpengaruh signifikan (positif) terhadap underpricing.

Selanjutnya Carter R.B, Dark F.H dan Ajai K.Singh (1998) dengan jumlah sampel sebanyak 2292, mencoba menyempurnakan hasil penelitian sebelumnya dengan menggunakan pengukuran underwriter menurut proksi Megginson and Weiss (MW), 1991; Johnson and Miller (JM), 1988; dan Carter & Manaster (CM), 1990; untuk mengetahui pengaruhnya terhadap initial return dan kinerja 3 tahun setelah IPO (Market Adjusted Initial Return). Dengan menggunakan regresi linier dan regresi non parametric

hasilnya menunjukkan bahwa pengukuran MW, JM, dan CM baik secara individual maupun simultan berpengaruh signifikan (negatif) terhadap initial return dan kinerja 3 tahun setelah IPO. Sedangkan pengukuran MW, JM, dan CM secara individual dan semua variabel independen dimasukkan model, MW dan CM berasosiasi negatif dengan initial return dan kinerja 3 tahun setelah IPO, sebaliknya JM berasosiasi positif.

Menon K. dan William D. (1991) melakukan studi untuk menguji hubungan antara variabel prestige underwriter, offering type, size, dilute, dan growth terhadap kredibilitas auditor. Dengan menggunakan sampel sebanyak 1320 perusahaan yang IPO tahun 1985-1986, hasil analisisnya menunjukkan bahwa underwriter yang prestisius lebih menyukai emiten yang dijaminnya menggunakan auditor yang kredibel. Hasil lainnya adalah underwriter yang prestisius dan offering type berasosiasi secara signifikan (negatif) dengan kredibilitas auditor, sedangkan ukuran perusahaan (size) berasosiasi positif dengan kredibilitas auditor.

Berkenaan dengan kualitas auditor, studi yang dilakukan oleh Michaely dan Shaw (1995) dengan menggunakan data perusahaan yang melakukan IPO tahun 1984-1988 dengan jumlah sampel 1120 perusahaan, menemukan bahwa underwriter yang prestisius dan DBTAST (long-term debt to total assets) berasosiasi signifikan (positif) dengan kualitas auditor, sebaliknya total asset berasosiasi signifikan (negatif) dengan kualitas auditor. Hasil temuan lainnya adalah Auditor yang prestisius dan offering size berpengaruh signifikan (positif) dengan initial return. Hasil ini

menunjukkan bahwa dengan menggunakan auditor yang prestisius akan mengurangi resiko pasar, akibatnya harga pada saat penawaran perdana lebih rendah sehingga berdampak pada return saham yang diterima investor menjadi lebih tinggi.

Selanjutnya Firth dan Liao Tan (1998), dengan jumlah sampel 132 perusahaan yang IPO tahun 1980-1984 juga menemukan bahwa proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama (inside) berasosiasi signifikan (negatif) dengan kualitas auditor, sedangkan variabel SRISK (variance of residual return 60 hari setelah IPO) berasosiasi positif dengan kualitas auditor. Titman dan Trueman (1986) menyatakan bahwa auditor yang berkualitas akan menerima premium harga terhadap kualitas pengauditannya yang lebih baik. Auditor yang berkualitas akan dihargai di pasaran dalam bentuk peningkatan permintaan jasa audit.

Penelitian yang dilakukan oleh Chishti et al. (1996), dengan jumlah sampel 599 perusahaan yang IPO tahun 1979-1984 mencoba memperluas penelitian yang dilakukan oleh Carter & Manaster (1990), dan Carter & Dark (1992) dengan memasukkan variabel kompetisi antar underwriter dan standar deviasi return selama 15 hari, hasil analisisnya menunjukkan bahwa reputasi underwriter dan kompetisi antar underwriter berasosiasi secara signifikan (negatif) dengan return 15 hari setelah IPO, sedangkan umur perusahaan dan standar deviasi return berasosiasi secara signifikan (positif) dengan return 15 hari setelah IPO.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Guinness Paul MC (1992) di Hong Kong Stock Exchange, dengan sampel sebanyak 80 perusahaan yang IPO tahun 1980-1990, hasil temuannya menunjukkan bahwa variabel standar deviasi return 15 hari setelah IPO (SD), kejadian di pasar sekunder 12 bulan setelah IPO (SI), dan indeks harga saham Hang Seng (MS) berpengaruh signifikan (positif) terhadap market adjusted rate of return, sedangkan reputasi auditor dan reputasi penjamin emisi tidak berpengaruh signifikan terhadap market adjusted rate of return.

Studi yang dilakukan oleh Maumer David MC dan Lemma W.Senbet (1992) dengan sampel sebanyak 1002 perusahaan yang IPO tahun 1977-1984, menyatakan bahwa offering size, company age, dan time of offering berasosiasi signifikan (negatif) dengan initial return, sedangkan residual risk berasosiasi positif dengan initial return. Grinblatt dan Hwang (1989) dalam Trisnawati (1998) menyatakan bahwa tingkatan return saham berpengaruh positif dengan prosentase penawaran saham saat IPO.

Hasil penelitian Kim et al. (1993) di pasar modal Korea, dengan jumlah sampel 177 perusahaan yang IPO tahun 1988-1990, mengungkapkan bahwa kualitas underwriter dan gross proceeds (size) berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial abnormal return (new-firms). Penelitian ini juga menguji variabel keuangan ROA dan financial leverage, hasilnya menunjukkan bahwa variabel financial leverage berpengaruh signifikan (positif) dengan initial abnormal return (new-firms). Sedangkan variabel Investment, gross proceeds (size), dan ROA (old-firms) berpengaruh

signifikan (negatif) dengan initial abnormal return, dan variabel kualitas underwriter, ownership retention (old-firms) berpengaruh signifikan (positif) dengan initial abnormal return.

Penelitian mengenai underpricing atau initial return di Indonesia antara lain dilakukan oleh Trisnawati (1998), dengan sampel sebanyak 47 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1994-1995 di Bursa Efek Jakarta (BEJ), hasil analisisnya menunjukkan bahwa hanya umur perusahaan yang berpengaruh signifikan (positif) terhadap initial return. Hasil analisis sensitivitas juga menunjukkan bahwa hanya variabel financial leverage yang berpengaruh signifikan (positif) terhadap return saham setelah memasuki pasar sekunder 15 hari setelah IPO.

Penelitian yang sejenis dilakukan oleh Nurhidayati (1998), untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap underpricing. Dengan jumlah sampel sebanyak 34 perusahaan yang melakukan IPO tahun 1995-1996 di BEJ, hasil analisisnya menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh antara variabel-variabel yang diajukan dengan underpricing.

Penelitian lainnya dilakukan oleh Daljono (2000), dengan menggunakan data perusahaan yang melakukan IPO tahun 1990-1997 dengan jumlah sampel sebanyak 151, hasil analisisnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan (positif) antara underwriter dengan initial return, dan antara financial leverage dengan initial return. Hasil-hasil penelitian empiris dapat dilihat pada Tabel 1.

TABEL 1
DAFTAR PENELITIAN EMPIRIS

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL		ANALISIS	SAMPel	TEMUAN PENELITIAN	
			DEPENDEN	INDEPENDEN			PERIODE	JML
1.	Underpricing of New Issues and The Choice of Underwriter as a Signal of Investment Banker Reputation	Balvers Ronald J., Donald Bill MC, and Miller Robert (1988)	Underpricing (UP)	Beta (systematic risk) RSKPRE (risk premium) IPOIDX (Initial Public Offering Index)	Regresi linier	1981-1985	1182	<ul style="list-style-type: none"> Beta, RSKPRE, dan IPOIDX berpengaruh signifikan (positif) terhadap underpricing. Underwriter & Auditor yg bereputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) thd underpricing.
2.	Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offerings	Beatty Randolph (1989)	Initial Return	Reputasi Auditor Reputasi Underwriter % Penawaran saham Umur Perusahaan Tipe kontrak Underwriter Indikator perusahaan Minyak dan Gas	Regresi linier	1975-1984	2215	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi Auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, dan tipe kontrak underwriter berpengaruh signifikan (negatif) terhadap Initial Return Prosentase penawaran saham, indikator perusahaan minyak dan gas berpengaruh signifikan (positif) terhadap Initial Return.
3.	Underwriter Reputation, Initial Return, and the Long-Run Performance of IPO Stock	Carter R.B., Dark F.H and Ajai K.Singh (1998)	Initial Return dan Kinerja 3 tahun setelah IPO (Market Adjusted).	Pengukuran reputasi underwriter (MW, JM, CM) Ukuran Perusahaan Umur Perusahaan Nilai Penawaran saham STD Return	Regresi linier & regresi non parametrik	1979-1991	2292	<ul style="list-style-type: none"> Pengukuran MW, JM, dan CM secara individual berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return (IR) dan kinerja 3 tahun setelah IPO. Pengukuran MW, JM dan CM secara simultan : CM berasosiasi (negatif) dg IR dan kinerja 3 th setelah IPO. Pengukuran MW, JM, dan CM scr individual & semua var. independen masuk model : MW, CM berasosiasi (negatif) dengan IR dan kinerja 3 th setelah IPO, sedangkan JM berasosiasi (positif).
4.	An Empirical Examination of Investment Banking Reputation Measures	Carter R.B. and Dark F.H (1992)	Underpricing STD of after Market Return	CM reputation measure MCM reputation measure Insider Shares Gross proceeds Umur perusahaan STD of after market return	Regresi linier	1979-1983	1267	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi underwriter (CM & MCM), Insiders shares, dan umur perusahaan, berpengaruh signifikan (negatif) dg STD of after market return. STD of after market return berpengaruh signifikan (positif) dengan underpricing (MCM). Reputasi underwriter (CM) berpengaruh signifikan (negatif) terhadap underpricing.
5.	Initial Public Offerings and Underwriter Reputation	Carter R. and Manaster S. (1990)	Initial Return (Mean Adjusted)	Reputasi Underwriter Insiders shares Offering size Age (umur) Perusahaan	Regresi linier	1979-1983	501	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi underwriter, Insiders shares, offering Size, dan umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) terhadap Initial Return.

Lanjutan

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL		ALAT ANALISIS	SAMPSEL		TEMUAN PENELITIAN
			DEPENDEN	INDEPENDEN		PERIODE	JML	
6.	A Note on Underwriter Competition and Initial Public Offerings	Chushty M.R.K, Hasan I and Smith Stephen D (1996)	Return 15 hari setelah IPO	Reputasi Underwriter Log-offersize Umur Perusahaan Insider Kompetisi antar underwriter Standar deviasi Return 15 hari setelah IPO	Regressi linier	1979-1984	599	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi underwriter, kompetisi antar underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan return 15 hari setelah IPO. Umur perush. berpengaruh signifikan (positif) dg return 15 hari setelah IPO. Standar deviasi return berpengaruh signifikan (positif) dengan return 15 hari setelah IPO.
7.	Auditor Quality, Signalling and the Valuation of Initial Public Offerings	Firth Michael and Chee Keng Liau Tan (1998)	Kualitas Auditor	Gross assets Reputasi Underwriter Leverage SRISK (variance of residual) return 60 hari setelah IPO Age (umur Perusahaan) Insider	Regressi linier	1980-1984	132	<ul style="list-style-type: none"> Insider berpengaruh signifikan (negatif) dengan kualitas auditor. SRISK berpengaruh signifikan (positif) dengan kualitas auditor
8.	An Examination of the Underpricing of Initial Public Offering in Hongkong	Guinness Paul MC (1992)	Market Adjusted rate of return	Ex-ante uncertainty (SD, USES, ANA). Advising agent prestige (INV2, ACC, ACC1). Intrinsic firm value (MCAP) Incidence of secondary market issues (SI) 12 bl setelah IPO Market state variabel (MS)	Regressi linier	1980-1990	80	<ul style="list-style-type: none"> Standar deviasi return 15 hari setelah IPO (SD), kejadian di pasar sekunder 12 bulan setelah IPO (SI), dan indeks harga saham Hang Seng (MS) berpengaruh signifikan (positif) terhadap market adjusted rate of return.
9	Motives for Going Public and Underpricing : New Finding from Korea	Kim Jeong-Bon, Krinsky I. and Jason Lee (1993)	Initial Abnormal Return	Investment (capital exp.) Kualitas Underwriter ROA Financial Leverage Gross proceeds (Size) Ownership retention Forced offering	Regressi linier	1988-1990	177	<ul style="list-style-type: none"> Kualitas underwriter dan size, berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial abnormal return, sedangkan Financial leverage berpengaruh secara positif (new-firms). Investment, size, dan ROA berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial abnormal return, sebaliknya ownership retention dan kualitas underwriter berpengaruh secara (positif) (old firms)

lanjutan

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL		ALAT ANALISIS	SAMPSEL		TEMUAN PENELITIAN
			DEPENDEN	INDEPENDEN		PERIODE	JML	
10	The Effect of the Secondary Market on the Pricings of Initial Public Offerings : Theory and Evidence	Maurer David MC and Lemma W. Senbet (1992)	Initial Return	Beta Residual risk Offering size Age (umur persh) Time of offering	Regresi linier	1977-1984	1002	<ul style="list-style-type: none"> Residual risk berasosiasi secara signifikan (positip) dengan Initial Return. Offering size, company age, time of offering berasosiasi secara signifikan (negatip) dengan Initial Return
11.	Auditor Credibility and Initial Public Offerings	Menon Krishnagopal and William David D. (1991)	Kredibilitas Auditor	Prestige Underwriter Dilute Offering type Size (ukuran perush) Growth	Regresi linier	1985-1986	1520	<ul style="list-style-type: none"> Underwriter yang prestisius, offering type berpengaruh signifikan (negatip) dengan auditor yang prestisius. Underwriter yg prestisius lebih menyukai emiten yang dijaminnya menggunakan auditor yang kredibel. Size berpengaruh signifikan (positip) dengan kredibilitas auditor.
12.	Does the Choice of Auditor Convey Quality in an Initial Public Offering	Michaely R. and Wayne H. Shaw (1995)	Auditor Quality Initial Return Two year Excess Return	Reputasi underwriter Total Asset DBTAST NITA Auditor type Offering size Reptivasi auditor Yr. & industry dummies	Multivariate Regression	1984-1988	884	<ul style="list-style-type: none"> Underwriter yang prestisius berasosiasi signifikan (positip) dg auditor yang prestisius. DBTAST berasosiasi signifikan (positip) dengan kualitas auditor, dan Total asset berasosiasi negatip. Offer size berasosiasi signifikan (positip) dengan initial return. Auditor yang prestisius berasosiasi signifikan (positip) dengan initial return. Reputasi underwriter berasosiasi signifikan (negatip) dengan 2 year excess return.
13.	Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings	Johnson J.M. and Miler Robert E. (1988)	Initial Return Underwriter cost	Underwriter Prestige (def.1a, 1b, 1c, dan def.2) STD Return harian Interaction Term	Regresi linier	1981-1983	1462	<ul style="list-style-type: none"> Tingkat underpricing berasosiasi signifikan (negatip) dengan tingkat prestige underwriter. Total underwriter cost berasosiasi signifikan (negatip) dengan tingkat prestige underwriter. Underwriter yang prestisius mengurangi underpriced dari pada underwriter yang tidak prestisius.

lanjutan

NO	JUDUL	PENELITI	VARIABEL		ALAT ANALISIS	SAMPSEL		TEMUAN PENELITIAN
			DEPENDEN	INDEPENDEN		PERIODE	JML	
14	Analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat underpriced pada penawaran perdana di Bursa Efek Jakarta	Nurhidayati S. dan Indriantoro N. (1998)	Tingkat Underpriced	Auditor Underwriter % saham yang ditahan pemegang saham lama Umur Perusahaan Besaran Perusahaan	Regresi linier	1995-1996	34	Tidak ada pengaruh antara variabel-variabel independen dengan underpricing
15	Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal	Trisnavati Rina (1998)	Initial Return dan Return 15 hari setelah IPO	Reputasi Auditor Reputasi penjamin emisi Umur perusahaan % saham yg ditawarkan Rate of Return on Asset Financial Leverage	Regresi linier	1994-1995	47	<ul style="list-style-type: none"> Umur perusahaan berpengaruh signifikan (positif) terhadap Initial Return. Financial leverage berpengaruh signifikan (positif) terhadap return 15 hari setelah IPO
16	Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Initial Return Saham yang listing di BEJ	Daljono (2000)	Initial Return	Auditor Underwriter Umur perusahaan Kepemilikan saham yg ditawarkan ke publik ROA Financial leverage Solvability ratio	Regresi linier	1990-1997	151	<ul style="list-style-type: none"> Reputasi underwriter berpengaruh signifikan (positif) dengan Initial Return (hubungannya tidak sesuai dengan yang dihipotesakan). Financial Leverage mempunyai hubungan positif yang signifikan dengan Initial Return.

3. Kerangka Pemikiran Teoritis

3.1. Reputasi Auditor

Auditor yang mempunyai reputasi tinggi, akan mempertahankan reputasinya dengan memberikan kualitas yang tinggi terhadap hasil auditannya. Atas kualitas pengauditannya yang tinggi, auditor akan dihargai dalam bentuk premium harga oleh klien (emiten). Penggunaan auditor yang profesional dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993). Dengan memakai auditor yang profesional akan mengurangi kesempatan emiten untuk berlaku curang dalam menyajikan informasi yang tidak akurat ke pasar. Pengorbanan emiten untuk memakai auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi mengenai prospeknya di masa mendatang. Hal ini berarti penggunaan auditor yang mempunyai reputasi tinggi akan mengurangi ketidakpastian pasar.

3.2. Reputasi Underwriter

Underwriter sebagai pihak luar yang menjembatani kepentingan emiten dan investor diduga dapat mempengaruhi terhadap tinggi rendahnya underpriced. Berhubung penentuan harga perdana saham ditentukan oleh emiten dan underwriter sebagai penjamin emisi, sudah selayaknya kalau underwriter tersebut mempunyai peran yang besar dalam menentukan harga perdana saham. Dalam konteks asimetri

informasi diantara emiten dan investor, menggunakan underwriter yang bereputasi tinggi dapat dipakai sebagai tanda atau penunjuk kualitas dari perusahaan emiten (Holland dan Horton, 1993).

Dalam proses IPO underwriter bertanggung jawab atas terjualnya saham. Apabila ada saham yang masih tersisa maka underwriter berkewajiban untuk membelinya. Bagi underwriter yang belum mempunyai reputasi akan sangat hati-hati untuk menghindari resiko tersebut. Untuk menghindari resiko, maka underwriter menginginkan harga yang rendah. Bagi underwriter yang memiliki reputasi tinggi, mereka berani memberikan harga yang tinggi pula sebagai konsekwensi dari kualitas penjaminannya. Dengan harga yang tinggi berarti akan memperkecil tingkat underpricing (initial return)

3.3. Umur Perusahaan

Umur perusahaan emiten menunjukkan seberapa lama perusahaan mampu bertahan. Semakin lama umur perusahaan, maka semakin banyak informasi yang dapat diperoleh masyarakat tentang perusahaan tersebut. Dalam kondisi normal, perusahaan yang telah lama berdiri akan mempunyai informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang masih baru. Dengan demikian akan mengurangi adanya asimetri informasi dan memperkecil ketidakpastian pasar, sehingga akan mengurangi tingkat underpriced saham.

3.4. Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang berskala besar umumnya lebih dikenal oleh masyarakat dari pada perusahaan yang berskala kecil, karena lebih dikenal maka informasi mengenai perusahaan besar lebih banyak dibandingkan perusahaan kecil. Bila informasi yang ada di tangan investor banyak, maka akan mengurangi ketidakpastian pasar. Dengan demikian perusahaan besar cenderung mempunyai tingkat underpriced yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan kecil.

3.5. Prosentase Saham yang ditawarkan saat IPO

Leland dan Pyle (1977), menjelaskan bahwa proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama (insiders) menunjukkan adanya private information yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Semakin besar proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama semakin banyak informasi privat yang dimiliki oleh pemegang saham lama. Dengan kata lain semakin kecil prosentase saham yang ditawarkan kepada investor maka informasi yang diperoleh dari perusahaan juga semakin sedikit. Karena informasi yang diperoleh investor dari perusahaan emiten sangat sedikit, maka bagi investor akan memperbesar tingkat ketidakpastian pasar. Dengan demikian semakin besar proporsi saham yang ditahan oleh pemegang saham lama, maka akan semakin tinggi tingkat underpricednya

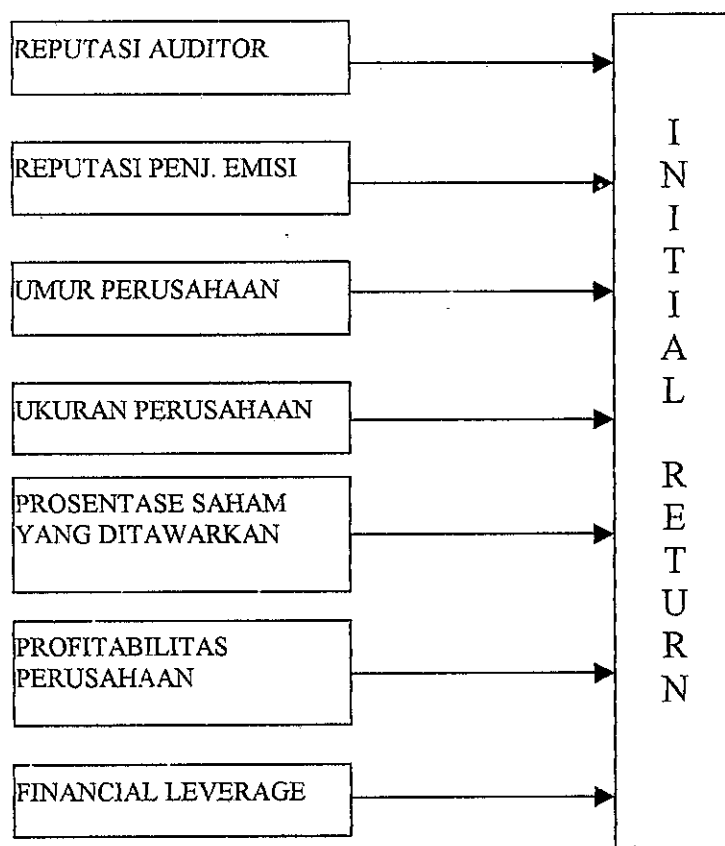
3.6. Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang, dan laba merupakan informasi penting bagi investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya.. Profitabilitas yang tinggi akan mengurangi ketidakpastian perusahaan di masa yang akan datang, dan sekaligus mengurangi ketidakpastian pasar, sehingga akan mengurangi tingkat underpricing (Kim et al. 1993). Untuk mengukur profitabilitas digunakan Rate of Return on Total Asset (ROA).

3.7. Financial Leverage

Financial leverage menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar hutangnya dengan equity yang dimilikinya. Secara teoritis Financial Leverage menunjukkan resiko suatu perusahaan dan variabel ini juga menunjukkan kondisi ex-ante uncertainty (Kim et al. 1993). Apabila financial leverage tinggi, menunjukkan resiko suatu perusahaan tinggi pula. Jadi semakin tinggi tingkat financial leverage, maka semakin besar tingkat ketidakpastian perusahaan dimasa yang akan datang, yang berarti semakin tinggi tingkat underpricednya. Para investor dalam melakukan keputusan investasi tentu akan mempertimbangkan informasi financial leverage.

Berdasarkan temuan-temuan penelitian yang menguji hubungan antara reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan, dan financial leverage dengan initial return, hubungan antara variabel-variabel tersebut selanjutnya dapat dijelaskan dengan model penelitian (gambar 1) sebagai berikut :



Gambar 1

Model 1 : Hubungan antara reputasi auditor, reputasi penjamin emisi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan, dan financial leverage dengan initial return.

4. Perumusan Hipotesis

4.1. Reputasi Auditor

Hasil-hasil penelitian terdahulu sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

- 4.1.1. Balvers R.J, Donald B. MC, dan Miller R. (1988), menyatakan bahwa auditor yang bereputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) terhadap initial return.
- 4.1.2. Beatty (1989), mengemukakan bahwa auditor yang bereputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) terhadap initial return.
- 4.1.3. Carpenter dan Strawser (1977) mengemukakan bahwa auditor yang bereputasi tinggi memberikan harga penawaran paling tinggi, bila harga penawaran tinggi maka tingkat underpriced saham akan semakin rendah.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 1 : Auditor yang memiliki Reputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return.

4.2. Reputasi Penjamin Emisi (Underwriter)

Hasil-hasil penelitian terdahulu sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

- 4.2.1 Beatty (1989), menyatakan bahwa reputasi Underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.

- 4.2.2. Balver et al. (1988), menjelaskan bahwa Underwriter yang bereputasi tinggi berasosiasi negatif dengan initial return.
- 4.2.3. Carter dan Manaster (1990), mengungkapkan bahwa reputasi underwriter berkorelasi secara negatif dengan initial return.
- 4.2.4. Carter dan Dark (1992), mengemukakan bahwa reputasi underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan tingkat underpricing.
- 4.2.5. Carter, Dark, dan Ajai K. Singh (1998), mengungkapkan bahwa reputasi underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return dan kinerja 3 tahun setelah IPO.
- 4.2.6. Chishty et al. (1996), menyatakan bahwa reputasi underwriter dan kompetisi antar underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan return 15 hari setelah IPO.
- 4.2.7. Johnson dan Miller (1988), mengemukakan bahwa underwriter yang prestisius berasosiasi secara signifikan (negatif) dengan tingkat underpricing.
- 4.2.8. Kim et al. (1993), menyatakan bahwa kualitas underwriter berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial abnormal return.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 2 : Underwriter yang memiliki reputasi tinggi berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return.

4.3. Umur Perusahaan

Hasil-hasil penelitian sebelumnya sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

- 4.3.1 Beatty (1989), menyatakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.
- 4.3.2. Carter dan Manaster (1990) mengemukakan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.
- 4.3.3. Carter dan Dark (1992), mengungkapkan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan standard deviasi of after market return.
- 4.3.3. Maumer dan Senbet (1992), menjelaskan bahwa umur perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di muka, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 3 : Umur perusahaan emiten berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return.

4.4. Ukuran Perusahaan

Hasil-hasil penelitian sebelumnya sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

4.4.1. Carter dan Manaster (1990), menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.

4.4.2. Maumer dan Senbet (1992), mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.

4.4.3. Kim et al. (1993), menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial abnormal return.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 4 : Ukuran perusahaan yang melakukan IPO berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return.

4.5. Prosentase Saham yang ditawarkan saat IPO

Hasil-hasil penelitian terdahulu sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

4.5.1. Beatty (1989), menyatakan bahwa prosentase saham yang ditawarkan saat IPO berpengaruh signifikan (positif) dengan initial return.

4.5.2. Kim et al. (1993), mengungkapkan bahwa prosentase saham yang ditahan pemegang saham lama berpengaruh signifikan (positif) dengan initial abnormal return.

4.5.3. Grinblatt dan Hwang (1989) dalam Kim, Krinsky dan Lee (1993) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara underpriced dengan proporsi kepemilikan pemegang saham lama.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di muka, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 5 : Prosentase saham yang ditawarkan saat IPO berpengaruh signifikan (positif) dengan Initial Return.

4.6. Profitabilitas Perusahaan

Kim et al. (1993), mengemukakan bahwa profitabilitas keuangan yang diukur dengan ROA berpengaruh signifikan (negatif) dengan initial return.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut

Hipotesis 6 : Profitabilitas Perusahaan yang diukur dengan ROA berpengaruh signifikan (negatif) dengan Initial Return.

4.7. Financial Leverage

Hasil-hasil penelitian sebelumnya sebagai kerangka teoritis yang digunakan sebagai acuan perumusan hipotesis adalah sebagai berikut :

4.7.1. Kim et al. (1993), menyatakan bahwa Financial Leverage berpengaruh signifikan (positif) dengan initial return.

4.7.2. Daljono (2000), mengemukakan bahwa financial leverage berkorelasi secara signifikan (positif) dengan initial return.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian di muka, dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 7 : Financial Leverage berpengaruh signifikan (positif) dengan Initial Return.

4.8. Pengaruh Semua Variabel Independen Secara Serempak (Simultan) terhadap Variabel Dependen

Hipotesis alternatif yang dikemukakan dalam penelitian ini bahwa semua variabel independen yang dipergunakan dalam model persamaan regresi secara serempak (simultan) berpengaruh terhadap variabel dependen. Berdasarkan hal tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis 8 :

Reputasi Auditor, Reputasi Underwriter, Umur Perusahaan, Ukuran Perusahaan, Prosentase Saham yang ditawarkan saat IPO, ROA, dan Financial Leverage secara serempak berpengaruh terhadap Initial Return.

BAB III

METODE PENELITIAN

1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data dokumenter, sedangkan sumber datanya adalah data sekunder yang diperoleh secara tidak langsung melalui media perantara, yang memuat kejadian-kejadian masa lalu berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip, antara lain berupa jurnal, prospektus, Indonesian Capital Market Directory, Laporan Tahunan, Laporan bulanan (JSX), Laporan perdagangan saham harian dan lain sebagainya.

2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dan unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan go publik yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta yang melakukan penawaran umum perdana atau IPO. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1990 sampai dengan tahun 2000 dengan kriteria saham yang underpriced. Teknik pengambilan sampel dengan purposive sampling, karena yang menjadi target sampel dalam penelitian ini adalah dikhususkan pada perusahaan yang mengalami underpricing pada saat IPO.

3. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *cross-sectional*, berupa *capital market directory*, prospektus, dan laporan harga saham harian yang dikumpulkan melalui pengamatan (*observasi*). Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 3.1. Daftar perusahaan emiten yang melakukan IPO tahun 1990-2000, data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1990-2000 yang diterbitkan oleh PT BEJ.
- 3.2. Harga saham perusahaan yang melakukan IPO tahun 1990 sampai dengan tahun 2000 saat penawaran umum (*price offering*) maupun saat penutupan hari pertama listing (*closing price*) untuk menentukan nilai *initial return*. Data ini diperoleh dari Laporan Perdagangan Saham Harian yang diterbitkan oleh PT BEJ, dan majalah *Bisnis News*.
- 3.3. Prospektus dari seluruh perusahaan yang *go public* tahun 1990 sampai dengan tahun 2000 untuk mengetahui nama auditor yang mengaudit laporan keuangan, nama *underwriter* yang melakukan penjaminan emisi saham, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan pada publik, dan informasi keuangan untuk menghitung *ROA* dan *Financial Leverage*. Data ini diperoleh dari Pusat Referensi Pasar Modal pada PT BEJ.

Jumlah perusahaan (*populasi*) yang melakukan IPO tahun 1990-2000 sebanyak 273 perusahaan. Dari jumlah tersebut sampel sebanyak 14 (*data IPO tahun 1992*) dikeluarkan (*outlier*) karena

datanya tidak lengkap, khususnya data mengenai harga saham. Dari data sejumlah 273 buah tersebut yang mengalami underpriced sebanyak 187 buah. Distribusi sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel 2 sebagai berikut :

Tabel 2
Distribusi Sampel Penelitian

Tahun IPO	Total perusahaan Yang melakukan IPO	Total perusahaan yang mengalami underpriced
1990	66	46
1991	20	9
1992	14	0
1993	24	20
1994	50	34
1995	23	13
1996	16	14
1997	30	26
1998	6	4
1999	8	7
2000	16	14
Jumlah	273	187

Sumber : PT Bursa Efek Jakarta

4. Definisi Operasional Variabel

Sebagai variabel dependen dalam penelitian ini adalah initial return. Sedangkan variabel independennya adalah reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang

ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan, dan financial leverage. Pengukuran masing-masing variabel dapat dikemukakan sebagai berikut :

4.1. Initial Return

Variabel ini diukur dengan selisih antara harga penawaran umum (offering price) dengan harga penutupan saham di pasar sekunder pada hari pertama (closing price). Variabel ini dihitung dengan prosentase. Adapun cara penghitungannya (Firth dan Smith, 1992) sebagai berikut :

$$\text{Initial Return} = \frac{\text{Initial market price} - \text{Issue price}}{\text{Initial market price}} \times 100\%$$

4.2. Reputasi Auditor.

Operasionalisasi variabel ini menggunakan variabel dummy. Penentuan reputasi auditor menggunakan skala 1 untuk auditor yang prestisius dan 0 untuk auditor yang non prestisius. Untuk menentukan reputasi auditor, dibuat daftar perusahaan yang melakukan IPO tahun 1990 sampai dengan tahun 2000 dan dibuat rangking sesuai dengan frekuensi auditor yang melakukan audit terhadap laporan keuangan. Auditor yang mempunyai banyak klien berarti auditor tersebut mendapat kepercayaan yang lebih besar dari klien untuk membawa nilai perusahaan klien ke pasar modal. Auditor yang termasuk dalam kategori The Big Five termasuk auditor yang prestisius, dan lainnya

termasuk auditor yang kurang prestisius. Pengukuran dengan variabel dummy ini juga dipergunakan oleh Firth dan Liao Tan (1998), Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000).

4.3. Reputasi Underwriter

Operasionalisasi variabel ini menggunakan skala pengukuran Johnson-Miller dengan empat kategori (3-0). Skala 3 untuk underwriter yang prestisius, skala 2 cukup prestisius, skala 1 kurang prestisius, dan skala 0 tidak prestisius. Penentuan nilai (3-0) menggunakan rangking underwriter yang telah dilakukan tim litbang majalah Uang dan Efek. Penentuan rangking didasarkan pada banyaknya nilai yang dijamin. Pertimbangannya adalah dengan jumlah nilai yang dijamin besar menunjukkan kemampuan dari underwriter untuk membayar atau menanggung kerugian apabila saham yang dijamin tidak laku dijual.

4.4. Umur Perusahaan.

Variabel ini diukur dengan lamanya perusahaan beroperasi sejak didirikan berdasarkan akte pendirian sampai dengan saat perusahaan tersebut melakukan penawaran umum (IPO). Umur perusahaan ini dihitung dalam skala tahunan. Pengukuran ini juga pernah dipergunakan oleh Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000).

4.5. Ukuran Perusahaan

Variabel ini diukur berdasarkan rata-rata total asset yang dimiliki perusahaan dua tahun sebelum perusahaan melakukan listing. Semakin besar perusahaan maka semakin banyak informasi yang dapat diberikan karena kemampuan perusahaan untuk menghasilkan informasi juga semakin besar.

Hasil penelitian Kim, Krinsky, dan Lee (1993) menunjukkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dengan tingkat underpriced. Ini berarti semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat underpricednya semakin rendah. Demikian pula sebaliknya perusahaan yang berukuran kecil cenderung lebih tinggi tingkat underpricednya.

4.6. Prosentase saham yang ditawarkan saat IPO

Variabel ini diukur dengan besarnya prosentase saham yang dijual kepada masyarakat pada saat IPO. Prosentase saham menunjukkan banyaknya informasi yang diungkapkan oleh perusahaan. Semakin besar prosentase saham yang ditawarkan kepada investor maka informasi yang diperoleh dari perusahaan juga semakin besar. Semakin besar prosentase saham yang ditahan oleh pemegang saham lama menunjukkan semakin besar tingkat underpriced. Grinblatt dan Hwang (1989) dalam Kim, Krinsky dan Lee (1993) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara underpriced dengan proporsi kepemilikan pemegang saham lama.

4.7. Profitabilitas Perusahaan

Variabel ini diukur dengan rata-rata ROA (rasio net income terhadap total asset) dua tahun sebelum perusahaan melakukan IPO. Profitabilitas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Dengan besarnya laba yang dapat dihasilkan oleh perusahaan maka prospek perusahaan tersebut dimasa datang akan baik, sehingga informasi tersebut berguna bagi investor untuk menanamkan dana di perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi. Pengukuran variabel ini juga pernah dipergunakan oleh Kim et al. (1993), dan Trisnawati (1998).

4.8. Financial Leverage

Variabel ini diukur dengan rasio total hutang terhadap equity yang dimiliki oleh perusahaan. Financial Leverage menunjukkan resiko yang dihadapi oleh perusahaan berkaitan dengan hutang yang dimilikinya. Semakin besar leverage yang dimiliki oleh perusahaan maka resiko perusahaan juga semakin besar, sehingga informasi ini tentunya akan dipertimbangkan oleh investor apakah akan membeli saham yang ditawarkan atau tidak. Pengukuran variabel ini juga telah dipergunakan oleh Kim et al. (1993), dan Daljono (2000).

5. Teknik Analisis

5.1. Pengujian Hipotesis

Data dalam penelitian ini diolah dengan program komputer SPSS Windows. Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah multiple regression untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel dependen (initial return) dengan variabel independen (reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, profitabilitas perusahaan, dan financial leverage).

Untuk menguji hipotesis di atas (H1 – H8) digunakan model sebagai berikut :

$$IR = a - b_1AUDT - b_2UNDER - b_3AGE - b_4SIZE + b_5OFFER - b_6ROA + b_7LEV + e$$

Penjelasan model :

IR : Initial Return

AUDT : Reputasi Auditor

UNDER : Reputasi Underwriter

AGE : Umur perusahaan

SIZE : Ukuran perusahaan

OFFER : Prosentase saham yang ditawarkan saat IPO

ROA : Rate of return on asset

LEV : Financial Leverage

e : error

Untuk mengetahui apakah hipotesis didukung oleh data atau tidak maka dapat dilihat dari besarnya nilai t-test atau besarnya sig-t. Apabila nilai sig-t lebih besar dari tingkat al.pha yang digunakan, maka variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependen atau hipotesis yang diajukan tidak didukung oleh data. Sebaliknya apabila sig-t lebih kecil dari tingkat al.pha yang digunakan maka hipotesis yang diajukan didukung oleh data. Berarti ada hubungan yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen dapat diketahui dari koefisien regresi masing-masing variabel. Apabila koefisien bertanda negatif maka hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen adalah hubungan terbalik, sedangkan bila koefisien bertanda positif maka hubungannya adalah searah. Nilai koefisien determinasi R^2 untuk menunjukkan persentase tingkat kebenaran prediksi dari pengujian regresi yang dilakukan.

Sedangkan untuk menentukan tingkat signifikansi secara keseluruhan digunakan uji-F, yaitu dengan membandingkan nilai F hitung dengan F Tabel pada derajat kebebasan dan tingkat kepercayaan tertentu. Uji ini digunakan untuk mengetahui tingkat signifikansi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependennya. Apabila nilai signifikansi F hitung lebih besar dari F Tabel maka hipotesis alternatif diterima, sebaliknya jika nilai F hitung lebih kecil dari F Tabel maka hipotesis alternatif ditolak.

5.2. Diagnosis Model Analisis

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sahih bila dipenuhi asumsi klasik regresi yaitu asumsi normalitas dan tidak terjadi multikolinieritas, dan heteroskedastisitas. Untuk menguji normalitas data dapat digunakan scatterplot diagram atau test statistik. Secara statistik uji normalitas menggunakan Modification of Kolmogorov Smimov test (Hair et al. 1995:66). Dengan program SPSS dapat dilihat nilai signifikansi dari data yang diuji.

5.2.1. Multikolinieritas.

Multikolinieritas berarti ada hubungan linier yang sempurna atau pasti diantara beberapa atau semua variabel yang independen dari model yang ada (Gujarati, 1995). Akibat dari adanya multikolinieritas ini adalah koefisien regresinya tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga, hal ini akan menimbulkan bias dalam spesifikasi. Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas ini dapat dilihat dari tolerance value atau variance inflation factor (VIF). Batas dari tolerance value adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair et al. 1995:48). Jika nilai tolerance value dibawah 0,10 atau nilai VIF diatas 10 maka terjadi multikolinieritas.

5.2.2. Heteroskedastisitas.

Suatu asumsi penting dari model linier klasik adalah bahwa gangguan u_i atau e_i yang muncul dalam fungsi regresi populasi adalah homoskedastik yaitu semua gangguan memiliki varians yang sama (Gujarati, 1995). Heteroskedastisitas tidak merusak konsistensi estimator tetapi estimator tidak mempunyai varians minimum atau tidak efisien sehingga pengujian statistik menjadi bias. Salah satu cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas adalah menggunakan Spearman Rank Correlation. Dengan menggunakan program SPSS dapat diketahui korelasi variabel independen dengan nilai residual. Apabila nilai korelasi variabel independen dalam model dengan nilai residu kurang dari 0,7 maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Hal ini dapat pula dilihat dari nilai signifikan t masing-masing variabel independen. Apabila korelasi antara nilai residual dengan variabel independen dalam model diatas nilai α yang ditetapkan maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

BAB IV

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

1. Gambaran Umum dan Profil Responden

Untuk memberikan gambaran umum tentang obyek penelitian, khususnya mengenai profil perusahaan yang melakukan IPO, maka dari jumlah 187 perusahaan yang IPO dalam tahun 1990-2000 yang mengalami underpriced, terbagi dalam berbagai sektor/bidang usaha sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 3. Dari Tabel tersebut terlihat bahwa sektor yang paling dominan dan menempati proporsi yang paling besar adalah sektor manufacturing, yaitu sebanyak 90 perusahaan atau 48,13%. Dari 90 perusahaan tersebut terdiri dari Industri logam dan mesin, cable, electric, dan electronic sebanyak 20 perusahaan, industri makanan dan minuman 14 perusahaan, industri kimia 13 perusahaan, industri wood and paper 9 perusahaan, industri otomotive 8 perusahaan, dan industri consumers goods & pharmaceutical 6 perusahaan.

Selanjutnya peringkat kedua adalah sektor Banking, Credit Agencies, Other than Bank, Securities and Insurance sebanyak 38 perusahaan atau 20,32%, dan peringkat ketiga adalah sektor Real Estate and Property sebanyak 22 perusahaan atau 11,76%. Sedangkan kesembilan sektor lainnya proporsinya sangat kecil, yaitu sebanyak 37 perusahaan atau 19,79%. Hal ini menunjukkan bahwa ketiga sektor tersebut memberikan

kontribusi yang cukup besar terjadinya underpricing yaitu sebanyak 80,21% dari seluruh sampel yang ada.

Tabel 3
Daftar Perusahaan yang Melakukan IPO Tahun 1990-2000
yang Mengalami Underpriced Berdasarkan Sektor Usaha

No	Sektor/Bidang Usaha	Jumlah
1	Agriculture, Forestry and Fishing	7
2	Animal Feed and Husbandry	7
3	Mining and mining services	4
4	Construction	2
5	Manufacturing	90
6	Transportation	5
7	Communication	2
8	Whole sale and Retail Trade	4
9	Banking, Credit Agencies Other Than Bank, Securities and Insurance.	38
10	Real Estate and Property	22
11	Hotel and Travel Services	2
12	Other	4
	Jumlah	187

Sumber : PT Bursa Efek Jakarta

2. Uji Hipotesis

Uji statistik yang dilakukan adalah uji statistik secara umum dan uji statistik untuk setiap hipotesis penelitian. Uji statistik secara umum ditujukan untuk mengidentifikasi profil, distribusi, dan populasi asal data (bukan dummy). Diharapkan hasil uji statistik secara umum melegitimasi validitas dan reliabilitas data yang akan digunakan dalam uji statistik setiap hipotesis penelitian.

2.1. Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif dilakukan terhadap data umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, ROA, dan financial leverage yang tidak termasuk kategori dummy data. Hasil Uji statistik deskriptif disajikan dalam Tabel 4 berikut ini.

Tabel 4
Hasil Uji Statistik Diskriptif

Variabel	Jumlah sampel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IR	187	0.45	190.00	21.67	30.35
AGE	187	4.00	50.00	15.83	9.41
SIZE	187	3.746	32.355.113	609.622	2.633.692
PRS.SHM	187	2.75	50.00	23.58	9.11
ROA	187	0.20	41.18	5.80	5.48
LEVERAGE	187	6	3.509	349.55	491.54

Sumber : Data sekunder yang diolah

Ditinjau dari sebaran datanya, hasil uji statistik deskriptif menunjukkan kemungkinan data size (ukuran perusahaan) tidak berdistribusi normal, sedangkan data initial return, umur perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, ROA, dan financial leverage berdistribusi normal.

2.2. One Sample Kolmogorov Smirnov Test

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan One Sample Kolmogorov Smirnov. Di dalam uji ini distribusi frekuensi kumulatif dari suatu distribusi teoritis dispesifikasi dan kemudian dibandingkan dengan distribusi frekuensi kumulatif yang diobservasi (Cooper and Emory, 1995). Uji ini digunakan untuk menentukan seberapa baik sebuah sampel random data menjajagi distribusi teoritis tertentu (Normal, Poisson, Uniform). Dari hasil uji yang telah dilakukan (dengan tingkat signifikansi 0,05) menunjukkan bahwa dari lima variabel yang bukan dummy, hanya variabel prosentase saham yang ditawarkan saat IPO yang memiliki tingkat signifikansi di atas 0,05, sehingga dapat diasumsikan variabel tersebut terdistribusi secara normal, sedangkan ke-empat variabel lainnya memiliki tingkat signifikansi di bawah 0,05 maka dapat diasumsikan variabel-variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Hasil uji Kolmogorov Smirnov selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test
(Uji Normalitas Data)

No	Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Sig(2-tailed)	Keterangan	Distribusi
1	AGE	1,678	0,007	$P < 0,05$	Tidak normal
2	SIZE	5,593	0,000	$P < 0,05$	Tidak normal
3	PRS. SHM	1,178	0,124	$P > 0,05$	Normal
4	ROA	2,100	0,000	$P < 0,05$	Tidak normal
5	LEVERAGE	3,415	0,000	$P < 0,05$	Tidak normal

Sumber : Data sekunder yang diolah

Agar model yang digunakan dalam penelitian ini menghasilkan nilai parameter penduga yang sah, maka harus dipenuhi asumsi klasik regresi yaitu asumsi normalitas. Untuk itu terhadap variabel yang datanya tidak terdistribusi secara normal (selain variabel dummy) dilakukan upaya transform data dengan menggunakan logaritma, agar datanya terdistribusi secara normal sehingga memenuhi asumsi klasik regresi. Hasil uji Kolmogorov Smirnov setelah dilakukan transform data selengkapnya dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test
(Uji Normalitas - transform data)

No	Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Sig(2-tailed)	Keterangan	Distribusi
1	LN.AGE	1,059	0,212	P>0,05	Normal
2	LN.SIZE	0,813	0,524	P>0,05	Normal
3	PRS.SHM	1,178	0,124	P>0,05	Normal
4	LN.ROA	1,308	0,065	P>0,05	Normal
5	LN.LEVER	0,909	0,380	P>0,05	Normal

Sumber : Data sekunder yang diolah

3. Analisis Hasil Pengujian Statistik

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan regresi berganda untuk mengetahui pengaruh dan kekuatan hubungan antara variabel reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan kepada publik, profitabilitas perusahaan (ROA), dan financial leverage dengan initial return. Hasil analisisnya meliputi koefisien parameter (beta), t-value, prob-value, dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7.
Hasil Analisis Data
(Koefisien Beta, t-value, prob-value)

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	38.084	26.020		1.464	.145
AUDITOR	10.869	6.366	.124	1.707	.089 **
UNDWRTR	-5.503	2.577	-.162	-2.135	.034 *
LN.AGE	-5.650	3.940	-.105	-1.434	.153
LN.SIZE	1.898	1.710	.092	1.110	.269
PRS.SHM	-.265	.254	-.080	-1.045	.297
LN.ROA	-5.590	2.700	-.181	-2.071	.040 *
LN.LEVER	-1.393	2.574	-.049	-.541	.589

*Signifikan pada level 5%

**Signifikan pada level 10%

Dependent Variable : IR

Sumber : Data sekunder yang diolah

Selanjutnya untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen berdasarkan hasil pada Tabel 7 dapat dianalisis sebagai berikut :

3.1. Hasil Hipotesis 1

Hipotesis pertama (reputasi auditor) dengan signifikansi 0,089.

hasil ini menunjukkan bahwa tidak signifikan pada level 5%, tetapi signifikan pada level 10%. Dengan demikian secara statistik menunjukkan adanya hubungan antara reputasi auditor dengan besarnya initial return, namun koefisien parameternya positif

(bertentangan dengan yang dihipotesakan). Adanya perbedaan tersebut, mungkin disebabkan oleh adanya beberapa faktor yang berpengaruh tetapi belum dimasukkan dalam penelitian ini, sehingga hasil penelitian ini tidak bisa mendukung sepenuhnya hasil penelitian Balvers et al. (1988), dan Beatty (1989). Sebaliknya justru mendukung hasil penelitian Michaelly dan Shaw (1995), dimana auditor yang berreputasi tinggi berasosiasi secara signifikan (positif) dengan initial return. Hal ini menunjukkan bahwa dengan menggunakan auditor yang bereputasi tinggi akan mengurangi resiko pasar, akibatnya harga pada penawaran perdana lebih rendah sehingga berdampak pada return saham yang diterima investor menjadi lebih tinggi. Hasil ini sekaligus dapat memperbaiki kelemahan penelitian Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan Daljono (2000).

3.2. Hasil Hipotesis 2

Hipotesis kedua (reputasi underwiter) berhasil didukung oleh data dengan angka signifikansi sebesar 0,034 dan koefisien regresi -0,162, yang berarti secara statistik menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara reputasi underwriter dengan initial return. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Balvers et al. (1988), Beatty (1989), Carter Manaster (1990), Carter dan Dark (1992), Johnson dan Miller (1988), Kim et al. (1993), Chishty et al. (1996), Carter, Dark, dan Ajai K.Singh (1998). Hasil ini sekaligus

memperbaiki kelemahan penelitian Trisnawati (1998), Nurhidayati (1998), dan juga menyempurnakan hasil penelitian Daljono (2000), yang mana hasil penelitian Daljono koefisien regresinya positif (bertentangan dengan yang dihipotesakan).

3.3. Hasil Hipotesis 3

Hipotesis ketiga (umur perusahaan) tidak didukung oleh data ($\text{sig-t} = 0,153$), berarti secara statistik tidak ada hubungan antara umur perusahaan dengan initial return. Hasil pengujian ini tidak dapat mendukung hasil penelitian Beatty (1989), Carter dan Manaster (1990), Maumer dan Senbet (1992). Hasil ini juga tidak dapat mendukung dan menyempurnakan hasil penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (1998). Hal ini dimungkinkan adanya perbedaan pengambilan sampel. Trisnawati menggunakan data tahun 1994 dan 1995 dengan umur rata-rata 9,957 tahun dan deviasi standar 5,778, sedangkan pada penelitian ini umur rata-ratanya 15,834 tahun, deviasi standar 9,41 dengan range umur tertinggi 50 tahun dan terendah 4 tahun.

3.4. Hasil Hipotesis 4

Hipotesis keempat (ukuran perusahaan) tidak berhasil didukung oleh data ($\text{sig-t} = 0,269$). Hal ini berarti secara statistik tidak ada hubungan antara ukuran (besaran) perusahaan dengan initial return. Hasil pengujian ini tidak dapat mendukung terhadap penelitian yang

dilakukan oleh Carter dan Manaster (1990), Maumer dan Senbet (1992), dan Kim et al. (1993), serta tidak dapat memperbaiki kelemahan penelitian Trisnawati (1998), dan Nurhidayati (1998).

3.5. Hasil Hipotesis 5

Hipotesis kelima (prosentase saham yang ditawarkan saat IPO) tidak didukung oleh data ($\text{sig-t} = 0,297$), berarti secara statistik menunjukkan tidak adanya hubungan antara prosentase saham yang ditawarkan kepada publik dengan initial return. Hasil pengujian ini tidak dapat mendukung penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Kim et al. (1993), Grinblatt dan Hwang (1989) dalam Kim, Krinsky dan Lee (1993).

3.6. Hasil Hipotesis 6

Hasil analisis data hipotesis keenam (profitabilitas perusahaan atau ROA) berhasil didukung oleh data dengan angka signifikansi sebesar 0,040 dan koefisien regresi $-0,181$. Dengan demikian secara statistik menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara ROA dengan initial return. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1993), dan sekaligus berhasil memperbaiki kelemahan penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (1998), dan Daljono (2000).

3.7. Hasil Hipotesis 7

Hipotesis ketujuh (financial leverage) tidak didukung oleh data (sig. $t = 0,589$), berarti secara statistik menunjukkan tidak adanya hubungan antara financial leverage dengan initial return. Hasil pengujian ini tidak dapat mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1993), dan Daljono (2000).

3.8. Hasil Hipotesis 8

Hasil analisis data hipotesis kedelapan (lihat Tabel 8), berhasil didukung oleh data (Sig.F Change = 0,004), berarti secara statistik menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara semua variabel independen secara serempak dengan variabel dependen. Jika dilihat besarnya koefisien determinasi R^2 menunjukkan angka 0,110 artinya hanya sebesar 11,0% dari variabel dependen (initial return) dapat dijelaskan oleh variabel independen (reputasi auditor, reputasi underwriter, umur perusahaan, ukuran perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan, ROA, dan financial leverage). Sedangkan apabila dilihat besarnya Adjusted R-Square menunjukkan angka 0,075 artinya hanya 7,5% variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa persamaan regresi yang diajukan tidak efisien, karena hanya 7,5% variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, banyak variabel yang berpengaruh belum dimasukkan dalam penelitian ini.

Tabel 8
Model Summary

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
Model					R Square Change	F Change	Df1	df2	Sig. F Change
1	.331	.110	.075	29.1938	.110	3.157	7	179	.004

Predictors: (Constant), LN.LEVER, PRS.SHM, AUDITOR, LN.AGE, UNDWTR, LN.SIZE, LN.ROA

Sumber : Data Sekunder yang diolah

3.9. Pengujian Gejala Multikolinieritas

Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinieritas ini dapat dilihat dari tolerance value atau variance inflation factor (VIF). Batas dari tolerance value adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10 (Hair et al. 1995:48). Jika nilai tolerance value dibawah 0,10 atau nilai VIF diatas 10 maka terjadi multikolinieritas. Hasil analisis (lihat Tabel 9) menunjukkan bahwa nilai VIF semua variabel independen dibawah nilai 10 dan nilai tolerance di atas 0,10. Dari analisis di atas berarti tidak terjadi multikolinieritas sehingga model tersebut reliable sebagai dasar analisis.

Tabel 9
(Hasil Uji Multikolinieritas)

Variabel	Tolerance	VIF
(Constant)		
AUDITOR	.940	1.064
UNDWRTR	.866	1.155
AGE	.926	1.080
SIZE	.722	1.384
PRS.SHM	.856	1.169
ROA	.653	1.531
LEVERAGE	.613	1.631

Sumber : Data sekunder yang diolah

3.10. Pengujian Gejala Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas digunakan matrik korelasi Spearman. Dari hasil analisis pada Tabel 10, terlihat bahwa semua koefisien korelasi variabel independen dalam model dengan nilai residualnya kurang dari 0,7 maka tidak terjadi heteroskedastisitas, sehingga model yang digunakan dalam penelitian ini reliable sebagai dasar analisis.

Tabel 10
Spearman's rho
Correlations

	AUDTR	UND	LN.AGE	LN.SIZE	PRS.SHM	LN.ROA	LN.LEV
AUDTR	1.000						
UND	-.054	1.000					
LN.AGE	.073	.110	1.000				
LN.SIZE	.240	-.143	.147	1.000			
PRS.SHM	-.060	-.277	-.100	-.169	1.000		
LN.ROA	-.012	.130	.000	-.262	-.073	1.000	
LN.LEVER	.101	-.006	.023	.370	-.039	-.503	1.000

Sumber : Data sekunder yang diolah

4. Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara reputasi auditor, reputasi underwriter, dan profitabilitas perusahaan (ROA) dengan initial return. Mengingat pengujian reputasi auditor menghasilkan koefisien parameter positif (berbeda dengan yang dihipotesakan), maka hasil pengujian ini tidak dapat memberikan suatu implikasi yang berguna baik bagi emiten maupun calon investor.

Implikasi yang timbul dari hasil penelitian ini khususnya bagi perusahaan emiten yang akan melakukan penawaran saham perdana (IPO), supaya mempertimbangkan nama underwriter yang akan melakukan penjaminan emisi, dan tingkat profitabilitas perusahaan (ROA) demi keberhasilan dalam melakukan IPO.

Implikasi lainnya dari hasil penelitian ini bagi calon investor di pasar perdana adalah agar mereka juga mempertimbangkan mengenai umur perusahaan, besarnya perusahaan, prosentase saham yang ditawarkan saat IPO, dan tingkat financial leverage dalam rangka memaksimalkan initial return.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Penelitian ini merupakan studi empiris yang bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap initial return saham, yaitu return yang diperoleh pemegang saham di pasar perdana dan menjualnya di pasar sekunder pada hari pertama. Dari hasil pembahasan sebelumnya, selanjutnya dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

Pertama, hasil analisis menunjukkan bahwa reputasi auditor berasosiasi secara statistik signifikan (positif) dengan initial return (dengan tingkat signifikansi 10%), namun arah hubungan hasil penelitian ini tidak sesuai dengan yang dihipotesakan. Hasil ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Michaelly dan Shaw (1995). Secara umum para investor di pasar modal di Indonesia menggunakan informasi reputasi auditor dalam membuat keputusan investasi di pasar perdana.

Kedua, hasil analisis menunjukkan bahwa reputasi underwriter berasosiasi secara statistik signifikan (negatif) dengan initial return. Hasil ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Beatty (1989), Balvers et al. (1988), Carter dan Manaster (1990), Carter dan Dark (1992), Chishty et al. (1996), Johnson dan Miller (1988), dan Kim et al. (1993), serta menyempurnakan hasil penelitian Daljono (2000). Hal ini sekaligus membuktikan bahwa pengukuran reputasi underwriter versi Johnson-Miller

(1988) ternyata hasilnya lebih baik dibanding pengukuran underwriter yang digunakan oleh Trisnawati (1998), Nurhidayati (1988), dan Daljono (2000). Dengan demikian para investor di pasar modal di Indonesia menggunakan informasi reputasi underwriter dalam membuat keputusan investasi saham di pasar perdana.

Ketiga, Hasil analisis lainnya menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan (ROA) berasosiasi signifikan (negatif) dengan initial return. Hasil ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Kim et al. (1993). Hal ini berarti bahwa para investor di pasar modal menggunakan informasi ROA dalam membuat keputusan investasi saham di pasar perdana. Selanjutnya penelitian ini gagal membuktikan adanya hubungan antara besarnya perusahaan, umur perusahaan, prosentasi saham yang ditawarkan kepada publik, dan financial leverage dengan initial return.

Keempat, Dengan melihat koefisien determinasi R^2 menunjukkan angka sebesar 0,110 artinya bahwa hanya sebesar 11% variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan yang 89% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang belum dimasukkan dalam penelitian ini.

2. Keterbatasan

Penelitian ini mempunyai sejumlah keterbatasan baik dalam menentukan variabel independen mana saja yang berpengaruh terhadap

variabel dependen maupun dalam menerapkan metode penelitian yang digunakan. Keterbatasan tersebut antara lain sebagai berikut :

- 2.1. Dari hasil analisis data diketahui besarnya koefisien determinasi R^2 sebesar 0,110 atau 11,0%. Hal ini menunjukkan bahwa banyak variabel lain yang belum diteliti yang berpengaruh terhadap initial return, misalnya kondisi politik dan keamanan, jenis industri, pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, tingkat inflasi, pengalaman manajemen, karakter dan reputasi pemegang saham mayoritas, tingkat persaingan usaha dan lain sebagainya.
- 2.2. Pengukuran terhadap reputasi auditor dan besarnya perusahaan masih bersifat subyektif

3. Saran untuk Penelitian selanjutnya

Seperti halnya dalam penelitian empiris lainnya penelitian ini tidak sempurna. Oleh karena itu masih ada kesempatan untuk diteliti ulang. Hal-hal seperti berikut ini perlu diteliti lebih lanjut :

- 3.1. Masih ada variabel lain yang berpengaruh terhadap initial return misalnya kondisi politik dan keamanan, jenis industri, pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, tingkat inflasi, pengalaman manajemen, karakter dan reputasi pemegang saham mayoritas, tingkat persaingan usaha dan lain sebagainya. Variabel-variabel tersebut diperkirakan berpengaruh terhadap initial return.

3.2. Pengukuran terhadap besarnya perusahaan hendaknya berdasar klasifikasi yang ditentukan oleh pihak yang kompeten, misalnya oleh Bapepam, PT BEJ, Bank Indonesia, Biro Pusat Statistik, Pusat Data Bisnis Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Balvers: Ronald J., Bill Mc.Donald dan Robert.E Miller, 1988, Underpricing of New Issue and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *The Accounting Review*, Vol. 63 No.4 (Oktober) : 605-621
- Baron, D.P (1982), "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *Journal of Finance*, September, pp.955-976.
- Beatty Randolp P, 1989, Auditor Reputation and The Pricing of Initial Public Offering, *The Accounting Review* vol LXIV No.4 October:693-709
- Carpenter, C, and R. Strawser (1971), Displacement of Auditors when Client Go-Public", *Journal of Accountancy*, June, pp. 55-58.
- Carter, R.B and F.H Dark, 1992, An Empirical Examanation of Investment Banker Reputation Measures, *The Financial Review* Vol 27 no.3 (August):355-374
- Carter Richard and Steven Manaster, 1990, Initial Public Offering and Underwriter Reputation, *Journal of Financial* Vol 45:1045-1067
- Chishty, M.I Hasan and S.D Smith, 1996, A note on Underwriter Competition and Initial Public Offering, *Journal of Business Finance and Accounting* 23 May and June 905-914
- Clarkson, Peter and A. Simunic, 1994, The Association between Audit Quality, Retained Ownership, and Firm Specific Risk in U.S vs Canadian IPO Market, *Journal of Accounting and Economics*, 17 page 207-228.
- Cooper, Donald R., and Emory William G. (1995), *Business Reseach Methode*. 5th ed. Irwin.
- Daljono, (2000), Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ tahun 1990 – 1997, Tesis S-2, tidak dipublikasikan.
- Firth Michael and Chee Keng Liao-Tan, (1998), Auditor Quality, Signalling and The Valuation of Initial Public Offering, *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (1) & (2), Jan/March, pp.145-165.

- Firth, Michael and A. Smith, (1992), The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offering Prospectus, *Accounting and Business Research*, Vol.22, No.87, pp.239-247.
- Gujarati, Damodar 1991, *Ekonometrika Dasar* terjemahan, Erlangga, Jakarta.
- Guinness Paul Mc, 1992, An Examination of The Underpricing of Initial Public Offerings in Hongkong: 1980-1990, *Journal of Business Finance and Accounting*, 19(2), January:165-183.
- Hair, J.R, R.E. Abderson, R. Tatham and W. Black, (1995) *Multivariate Data Analysis with Readings*, Prentice Hall, Englewood Clift, New Jersey.
- Holland, K.M. & J.G. Horton (1993), Initial Public Offerings on the Unlisted Securities Market: The Impact of Professional Advisor" *Accounting and Business Research*, Vol.24 No. 93, pp.19-34.
- Johnson James M. and Robert E. Miller, 1988, Investments Banker Prestige and The Underpricing of Initial Public Offerings, *Financial management* 17 (Summer): 19-29.
- Kim Jeong Bon, Itzhak Krinsky and Jason Lee, 1993, Motives for Going Public and Underpricing: New findings from Korea, *Journal of Business Financial and Accounting*, 20 (2) January: 195-211.
- Leland and D. Pyle (1977), Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, May:371-387.
- Mauer, David and Lemma Senbet, 1992, The Effect of The Secondary Market on The Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 22, February: 55-79.
- Menon Krishnagopal and David D. Williams, (1991), Auditor Credibility and Initial Public Offerings, *The Accounting Review*, Vol. 66, No.2, April, pp.313-332
- Michaelly, Rony and W. Shaw, 1995, Does the Choice of Auditor convey Quality an IPO, *Financial management* vol 24 no 4 (Winter): 15-30.
- Miller R.E. and Reilly, 1987, An Examanation of Mispricing Return and Uncertainty for Initial Public Offering, *Financial Management*, Summer:33-38

- Nurhidayati S dan Indriantoro Nur, (1998), Analisis Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Tingkat Underpriced Pada Penawaran Perdana di Bursa Efek Jakarta, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol.13, No.1, hal. 21-30.
- Rock, K, (1986), "Why New Issues Are Underpriced", Journal of financial Economics, 15 (January/February), pp. 187-212.
- Titman, S, and B. Trueman, (1986), Information Quality and the Valuation of New Issues, Journal of Accounting and Economics, June:159-172.
- Trisnawati Rina, (1998), Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Perdana, Tesis S-2, UGM, tidak dipublikasikan.